

■ 研究 ■

日本企業の買収動機と株主価値*

浅 田 克 己

1 はじめに

日本企業の買収（以下「企業買収」という）は、買手企業（買収企業）とターゲット企業（被買収企業）に対してどの程度の株主価値を創出したのだろうか。また、企業買収は、主としてシナジー（相乗効果）の獲得を動機として実施されたのか、あるいは、株主の利益のためよりも、経営者などの利益獲得のために行われたのであろうか。本稿は、このような問題について実証的に分析する。

企業買収がシナジーの獲得を動機とするならば、買手企業とターゲット企業は、株主価値の向上が期待できる場合にのみ買収を実施すると仮定する。買収により経営資源を統合する結果、新たな経済的利益（経済厚生）を生じると期待できるからである。一方、買手企業の経営者は、経営者自身の富を高めるために買手企業の株主の利益を犠牲にしても買収を実施する可能性がある。その場合、買手企業の経営者と株主の間に利害の衝突が見られるであろう。後者はエージェンシー問題として理論化されている。あるいは、買手企業経営者がターゲット企業の価値を過大評価する結果、シナジーがないときでさえ企業買収に乗り出すかも知れない。このような買収現象を、Roll (1986) は自信過剰仮説(hubris hypothesis)と呼んだ。企業買収やその脅威は、経営者を規律付ける効果があるといわれている。買収は企業価値の最大化に反する経営政策を矯正することを通じ企業価値を創出できる。経営政策を矯正する経営改善型買収は敵対的買収の形態をとる場合がある。日本では

は少ないが米国では多く見られる。これも企業買収が株主価値向上をもたらす一つの経路である¹⁾。

Bradley, Desai, and Kim (1988) は買収の生み出す利得の測定に貢献した先行研究としてよく引用されている。また、Berkovitch and Narayanan (1993) は、買収の主要動機を識別するため、ターゲット企業と全体の利得、ターゲット企業の利得と買手企業の利得の関係を測定する方法を提示した文献である。本稿では、これら先行研究を参考にして、日本の上場企業同士の企業買収を考察する。まず2008年から2015年までに行われた企業買収を対象に実施発表時の株価効果からシナジー利得の大きさを測定したうえで、測定した利得を分類・集計することによって企業買収がどのような動機に基づくものなのかを明らかにしようとするものである。すなわち、企業経営者が買収を実施する動機は、主として株主価値の増大を期待できるシナジー利得の獲得なのか、それとも、株主価値の増大を期待できないものなのかを探索する。

本稿でいう企業買収は、ターゲット企業の支配権が移動する状況を前提とする。買手企業の経営者は支配権を移動することによって経営方針を根底から変えることが可能になる。従って、企業支配権の移動と直結しないような、事業譲渡（部分売却）や資本参加は取り上げない。本稿の実証分析では、イベント・スタディによる株価効果の測定がシナジー利得の測定の基礎となっている。株価は、基本的に株式市場におけるその企業のファンダメンタルズを反映しており、企業活動の良否を判断してくれる最良の指標であると考えられる

* 本稿の執筆に際し、博士課程指導教授である岡村秀夫先生をはじめ、阿萬弘行先生、瀬見博先生、寺地孝之先生から多大なご指導を賜りました。また、本稿の査読をご担当して頂きました先生方からは大変貴重なコメントを賜りました。ここに記して感謝申し上げます。

1) 薄井 (2001) 第3章「株主価値とM&A」pp.76-79や宮島 (2007)、序章p.9を参照した。

からである²⁾。

図 1-1 は、買手企業とターゲット企業の株主価値、すなわち、株価に影響すると考えられる企業買収の要因を列挙したものである。図 1-1 の右側部分は、企業が買収を実施する主要な動機である。ここで、シナジー効果（効率性の改善効果）は、規模の経済・範囲の経済などの要素を持つ経済合理性に見合う実施動機であり、一方、経営者の私的利益の追求手段として実施される買収は株主の利益と衝突し株主価値を減少させる可能性がある。買手企業の経営者が市場株価よりも自分の評価を信じ、自信過剰を背景に過大な買収プレミアムを支払う結果、買手企業の株主の利益を損なう可能性もある。これら 3 つの動機と異なる視点からの説明として、一部企業の株式が過大に評価された場合、それら企業は、長期的に株価を高める

政策の一環として、過大評価された株式を支払手段として割安株の企業を買収する傾向を持つという仮説（Stock market driven acquisitions）、すなわち、株式市場の動向そのものが買収の実施要因となるとの仮説がある。また、市場環境の変化や規制緩和、技術革新、海外との競争など産業ショックが特定の時期に特定の産業に企業買収を増加させるという仮説がある。図 1-1 の左側部分は、株主価値へ影響する要因として、買収の取引形態、取引の目的、取引条件を挙げた。実際、左右の諸要因が相互に影響し合って買収を実施する企業の株価が形成されると考えられる。本稿は、Berkovitch and Narayanan (1993) の分析を参考に、右側の 3 つの要因、すなわち、シナジー効果、エージェンシー理論（経営者の利益追求、株主価値最大化に反する動機）、経営者の自信過剰に焦点を当て、近年

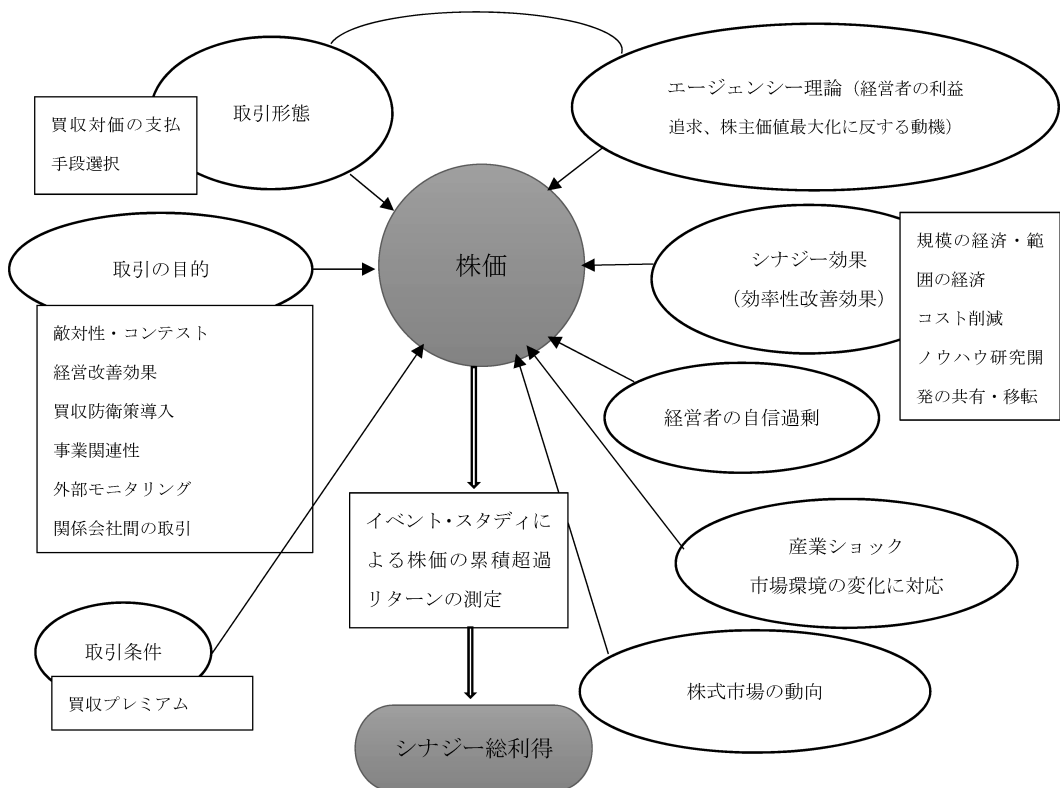


図 1-1 株価効果の要因

出所：井上・加藤（2006）第 3 章を参考にして筆者作成

2) 井上・加藤（2006）、第 2 章 p.34 を参照した。

の日本のデータから買収動機の識別を行う。

2 企業買収の動機

2-1 シナジー理論

Bradley, Desai, and Kim (1988) は、シナジーの定義付けとシナジー利得の推定方法を解説した先駆的な論文といえる。Bradley *et al.* (1988) は、米国で 1963 年から 1984 年までに実施された 236 件の成功した TOB (take-over bid: 株式公開買付) を対象に TOB 実施発表時の株価反応を測定した。まず、TOB は、経済状態が変化したことによって生じた利潤機会を利用するため買手企業により試みられると予想する。それは、需要・供給における外因性の変化、技術革新、明確な目的に従った投資の結果生じるかも知れない。企業の結合により創出される価値は、より効率的な経営、規模の経済、生産技術の改良、補完的な資源の組合せ、より有益な用途への資産転換、市場支配力の拡大、その他企業価値創造のメカニズムの結果である。次に、彼らはイベント・スタディによる株価反応を計測したところ、サンプル期間の平均で買手企業は 1.0%、ターゲット企業は 31.8% のそれぞれ統計的に有意な累積超過リターン (CAR: cumulative abnormal return) を観測したと報告している。そして、両者加重平均による % 表示 CAR は全サンプル平均で 7.3% の有意な値であった。彼らは、この両者加重平均値を % 表示によるシナジー利得と定義した。時代とともに買手企業とターゲット企業の株主間の富の分配構造は大きく変化した、サンプル期間を通じこの両者加重平均値が 7% ~ 8% で安定的に推移していることを報告し、シナジー効果が平均的に見て安定していることを示唆した。また、TOB アナウンス直前の株式時価総額と CAR の積で計算した値が買手企業とターゲット企業それぞれの株主の富の変化分であり、両者の変化分の和を総シナジー利得と定義した。この点は、3-2 節でも解説する。

Bradley *et al.* (1988) は、成功した TOB について次の 3 点を強調している。(1) 成功した TOB は統計的に有意な総シナジー利得を生む。(2) ターゲッ

ト企業の株主は TOB で生じる利得の大部分を獲得する。事実、TOB の買手側である複数ビッダー (入札企業) による競争は、ターゲット企業の利得を増やし、買手企業の利得を減らした。しかし、競争環境はゼロサム・ゲームでない。複数のビッダー (入札企業) によるコンテストでターゲット企業は、買手企業の株主の犠牲によってだけでなく、これらの取引と同時に起こるシナジー利得が大きいことによって利得を実現する。(3) ターゲット企業の経営資源に対し最大限の企業価値向上を図れるビッダーは常に最高値の入札 (値付け) を行い、企業支配権を獲得すると論じた。Bradley *et al.* (1988) は、TOB が経営資源をより価値の高い用途へ配分するための効率的なメカニズムであると主張し、彼らの実証結果はこの含意と整合的であった³⁾。

Berkovitch and Narayanan (1993) は、企業買収の動機を識別するため、測定されたターゲット企業の利得、買手企業の利得、両者合算の総利得の関係について考察した。彼らは、シナジーが動機の場合、ターゲット企業と買手企業の経営者は、株主の富を最大化するように行動し、双方の株主に利得をもたらす場合にのみ買収を行うと仮定する。従って、ターゲット企業と買手企業の両方の株主の利得を測定すると正の値になる。そして、ターゲット企業が買手企業の買収申し出に抵抗するか、あるいは、買収を計画する企業の間で競争があるか、いずれかの理由で、ターゲット企業が交渉力を持つとき、ターゲット企業の利得は総利得の増加に伴って増加すると予想される。このことは、たとえば、交渉の結果、ターゲット企業が総利得のある一定割合を得る場合に起こる。このようにシナジーを動機とするならば、ターゲット企業および買手企業にもたらされる利得は正となり、さらに総利得が正の値となり、そしてお互いに正の方向に相関するであろうと主張した⁴⁾。

2-2 エージェンシー理論

企業買収は、経営者の私的利益の追求を動機として実施される場合があると考えられてきた。

3) Bradley *et al.* (1988) pp.10-13 を参照した。

4) Berkovitch and Narayanan (1993) pp.349-350 から引用。

Amihud and Lev (1981) は、経営者が自身の雇用リスク（失業や経営者としての評判を落とすリスクなど）を減少させるためにコングロマリット合併を実施する傾向にあると主張した。このような経営者の行動は株主に利益をもたらさない。Jensen (1986) は、フリーキャッシュフローの利用に関して、経営者と株主に利害の衝突が生じることを指摘した。経営者が株主によって十分にコントロールされていないならば、経営者はフリーキャッシュフローを浪費する傾向にある。Jensen (1986) は、負債契約や合併・買収によって、フリーキャッシュフローに関する経営者の裁量的な行動をコントロールできると主張した。そして、Shleifer and Vishny (1989) は、経営者のエンタrenchment（経営権の強固さ）を挙げ、企業経営者へ依存を高めるような資産をターゲットにする」と指摘している⁵⁾。これらの説明に多く見られる考え方は、企業買収の結果、買手企業の経営者が買手企業の株主から価値の抜き取りを行うというものであった。たとえば、スペシャリストを自認する経営者達は、自分の得意とするビジネスの企業を買収する結果、その買収の成功によって、ますます彼らの特殊なスキルへの依存を高めるであろう。経営者は、このような依存状態を経営者自身の報酬増加、威信増大、地位の確立に利用できる。そのような経営者の行動は、買収後の企業価値を毀損するというエージェンシーコストを生じる。

ここでの議論で重要となるのは、買手企業の経営者が自分自身の経済厚生を高めるのに最も適した企業としてターゲット企業を認識していることである。それゆえに、ターゲット企業の株主は、買手企業の経営者に彼らの価値を売るとき、買手企業の経営者からこの価値のいくらかを獲得しようと試みる可能性がある。ターゲット企業の株主が何らかの交渉力を持つとき、その獲得に成功し、そして、彼らの利得は買手企業経営者が得るレントの増加とともに増加するであろう。従って、エージェンシー問題が深刻なほどターゲット企業の株

主の利得も増加する。また、買手企業の経営者による支出が大きいほど、総利得が少なくなり、総利得とターゲット企業の利得の間に負相関が発生する。さらに、買手企業の株主の利得はエージェンシー問題の深刻さと逆相関するので、ターゲットと買手企業の利得も負相関となる⁶⁾。

2-3 自信過剰仮説

自信過剰仮説によれば、買収は経営者の間違いに誘導されて起こると主張される。しかも、シナジー利得は存在しない。買手企業の経営者は、シナジー利得を過小に見積もるのと同じように過大に見積もるものと仮定する。買手企業の経営者は、シナジー利得を過大評価した場合にのみ買収に関心を持つ。シナジー利得がゼロと想定されているから、買手企業からターゲット企業に対する支払はターゲット企業と買手企業との間の富の移転を意味する。それはターゲット企業の利得が多いほど買手企業の利得が少ないことであり、しかも総利得はゼロである。従って、ターゲット企業と買手企業の利得はマイナスに相関する。そして、ターゲット企業の利得と総利得は無相関である。

自信過剰仮説が最も厳密な形を保てば、正の総利得は観察できないであろう。しかし、現実には利得を観察すると総利得の平均値はプラスである。これは、Roll (1986) の議論のように、たとえ買収の幾つかに真のシナジーが存在しても、その場合でも経営者は評価で間違いを犯すという説明ができる。自信過剰仮説におけるターゲット企業の利得と総利得との関係は、シナジー動機に従う場合でも測定誤差の影響を受ける状況と似ている⁷⁾。

2-4 測定誤差の影響

すべての買収がシナジー動機で説明できれば負の総利得が観察されることはなく、すべての買収がエージェンシー仮説だけで説明されれば正の総利得が観察されることはない。しかし、たとえ2つの仮説の一方だけが支持されるとしても、現実には正と負の両方の総利得が観察される。その原

5) 薄井 (2001) 第3章「株主価値とM&A」「3.M&Aの動機」でM&A（企業の合併買収）の動機がコンパクトに整理されている。

6) Berkovitch and Narayanan (1993) p.350 を参照した。

7) Berkovitch and Narayanan (1993) p.351 を参照した。

因の一つとして利得の測定誤差が考えられる。

一般に、利得の測定はイベント・スタディによる株式の超過リターンをもとに計算される。誤差は利得の測定に伴い発生する可能性がある。たとえば、買収発表日時を厳密に把握するのが困難であること、買収に係る企業において買収と無関係なニュースが同時に発表されることなどが誤差の原因となる可能性がある。また、誤差は推定に使われる市場モデルなど統計モデルの定式化に起因するかも知れない。

Berkovitch and Narayanan (1993) によれば、たとえばシナジー動機を検証できる仮説を導くために、測定誤差の分布は、真のシナジー利得と独立であると仮定する。 S が真のシナジーであり、 $y = S + \varepsilon$ が観察されると仮定する。ここで、 ε は平均ゼロ、独立で同一分布に従う (IID: independently, identically distributed) とする。その場合、観察されたシナジー y が大きいほど真のシナジー S が大きいという確率は高い。従って、測定誤差が存在するときでも、シナジー動機によれば測定されたすべての利得の間に正相関が予想される。同様にエージェンシー仮説に基づけばターゲット企業の利得と総利得の間に、そして、ターゲット企業の利得と買手企業の利得の間に負相関を予想する⁸⁾。

3 シナジー利得の推計

3-1 サンプル

2008 年 1 月から 2015 年 12 月まで 8 年間のわが国の上場企業同士の買収サンプルに基づいてイベント・スタディを行う。買収実施発表日（イベント日）の前後 3 取引日がイベント・スタディの分析対象期間（イベント・ウインドウ）である。イベント・ウインドウにおいて買収実施発表のニュースに対し株価がどのように反応したかを調べる。従って、国内の株式市場に上場されている企業にサンプルが限定されている。買収当事者名やアナウンスされた日付のデータは M&A 専門誌

『MARR』（レコフデータ社）から収集し、株価データは東洋経済新報社の『株価 CD-ROM』を利用している。発行済み普通株式数のデータは、『日経会社情報』（日本経済新聞社）をはじめ、企業のウェブサイトから基本合意締結の通知、公開買付開始公告などの情報を通じ入手した。

買手企業とターゲット企業を対にしたサンプル総数は 245 取引であった。この数字はアナウンス後に買収取引が完了せずキャンセルになった取引も含んでいる。

3-2 測定方法

買収当事者企業の日次株式収益率が市場モデルによって定式化できると仮定する。市場モデルとは、個別企業の株式リターンとマーケット・ポートフォリオの間に線形関数を仮定する統計モデルである⁹⁾。イベント・ウインドウにおける買収当事者企業の実際のリターンと市場モデルによるリターンの予測値との予測誤差として株式超過リターン AR (abnormal return) が算出される。本稿では、株式市場全体のリターンの代理変数に東証株価指数 (TOPIX) を用いた。イベント・ウインドウの株式超過リターン AR の和が累積超過リターン CAR (cumulative abnormal return) である。これが買収のアナウンスメント効果である。

総利得、買手企業の利得、およびターゲット企業の利得の測定方法は、Bradley, Desai, and Kim (1988) に従っている。買手企業とターゲット企業の利得は、各々の株主の富の変化分であり、総利得は両者株主の富の変化分の和である。

$$\widehat{\Delta W}_A = W_A \times CAR_A$$

$$\widehat{\Delta W}_T = W_T \times CAR_T$$

$$\Delta \Pi = \widehat{\Delta W}_A + \widehat{\Delta W}_T$$

$$\widehat{\Delta W}_A : \text{買手企業の利得 (単位: 円)}$$

$$\widehat{\Delta W}_T : \text{ターゲット企業の利得 (単位: 円)}$$

$$\Delta \Pi : \text{総利得 (単位: 円)}$$

8) Berkovitch and Narayanan (1993) p.351 を参照した。

9) 市場モデルは、 $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$ R : 企業の株式リターン (株価終値の前日比変化率) R_m : TOPIX のリターン ε : 攪乱項 i : 企業識別番号 t : 時間 (日次) と表わせる。また、株式超過リターン AR は α 、 β の推定値を a 、 b と表わすと、 $AR_{it} = R_{it} - (a_i + b_i R_{mt})$ と表わせる。

W_A 、 W_T は、それぞれ買手企業とターゲット企業のイベント・ウインドウ直前の株式時価総額（発行済み普通株式数×株価終値）で、相手企業が保有する株式の時価を控除している。

CAR_A 、 CAR_T は、それぞれ買手企業とターゲット企業の累積超過リターン（％表示）である。

％表示 $CAR_c = \Delta\Pi \div (W_A + W_T)$

％表示 CAR_c は、パーセント表示による買手企業・ターゲット企業の加重平均 CAR である。 $\Delta\Pi$ は金額表示された両者合算総利得である。

4 利得の推定結果

4-1 利得の時系列推移

表 4-1 は、2008 年から 2015 年までの買手企業、ターゲット企業、両者合算総利得の推定結果である。前節 3-2 の推定方法による％表示 CAR_c 、Z 値、金額表示 CAR_c 、および、平均時価総額 ($W_A + W_T$) を表示している。Z 値は十分大きなサンプル数では標準正規分布に従う統計量である¹⁰⁾。また、金額表示 CAR_c 、買手企業ターゲット企業

合算の総利得および記号 ($\Delta\Pi$) は表現が異なるが同じ総利得の概念である。表 4-1 より％表示 CAR_c は、2013 年まで 1％前後でほぼ安定的に推移した。8 年間で平均すると、1 件当たり両者合算総利得は 44 億円（％ $CAR_c = 0.89\%$ ）、買手企業の利得は 17 億円（％ $CAR = 0.23\%$ ）、ターゲット企業は 26 億円（％ $CAR = 15.17\%$ ）であった。しかし 2015 年になると、両者合算加重平均 CAR_c が％表示においても金額表示（＝総利得）においてもマイナスになっている。特に重要なのは金額表示 CAR 、すなわち、利得金額である。図 4-1 のグラフで、買手企業の利得、ターゲット企業の利得、両者合算総利得の推移を示した。総利得の買手企業とターゲット企業への分配は時系列で見ると大きく変動していることがわかる。

多くの先行研究では、一般に企業買収は正の総利得を生み、ターゲット企業の株主は得をし、買手企業の株主は損をしないという報告がされている¹¹⁾。本稿の結果もこれらの先行研究と概ね一致するといえる。

表 4-1 利得（％表示の CAR_c および金額表示の CAR_c ）の推移

西暦	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	平均
サンプル数	35	27	26	30	36	27	28	36	31
総利得									
％表示 CAR_c	1.25%	1.56%	1.56%	1.57%	0.76%	0.99%	0.36%	-0.37%	0.89%
Z 値	12.54	8.63	16.09	20.25	22.54	11.74	13.88	18.47	
金額表示 CAR_c	78	50	34	69	46	77	17	-15	44
平均時価総額	6,188	3,184	2,167	4,410	6,035	7,743	4,851	4,186	4,914
買手企業									
％表示 CAR	0.18%	1.80%	-0.37%	-0.77%	-0.49%	-0.07%	1.39%	0.45%	0.23%
z 値	-0.17	2.25	-0.51	-0.59	-0.07	2.08	1.76	0.91	
金額表示 CAR	6	61	17	14	28	69	-6	-33	17
平均時価総額	5,688	2,655	2,082	3,962	5,730	7,586	4,492	3,830	4565
ターゲット企業									
％表示 CAR	12.85%	11.09%	16.81%	19.31%	16.96%	13.58%	13.28%	16.76%	15.17%
z 値	17.90	9.89	23.27	28.98	31.34	14.21	17.73	25.38	
金額表示 CAR	71	-11	17	55	18	8	23	18	26
平均時価総額	500	529	84	447	306	157	359	357	349

単位：金額表示 CAR_c 、金額表示 CAR および平均時価総額については億円。

出所：本文「3-1 サンプル」に記載したデータを用い、「3-2 測定方法」に従って測定し筆者作成

10) Z 値の定義は浅田（2017）p.13 を参照した。

11) Jensen and Ruback (1983) p.47 を引用。

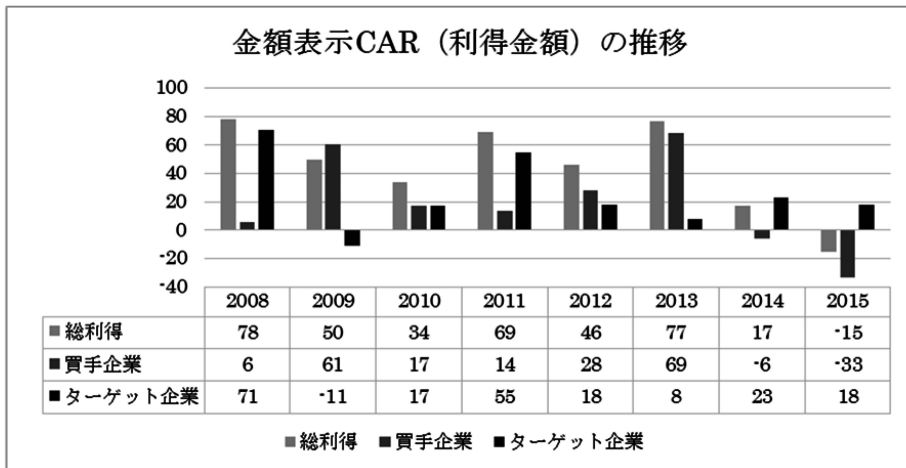


図 4-1 総利得、買手企業の利得、ターゲット企業の利得金額の推移

出所：表 4-1 の結果を筆者が図示作成

4-2 企業買収が創出した利得の大きさ

Berkovitch and Narayanan (1993) は、サンプル全体を買手企業とターゲット企業を合算した総利得が正のサブサンプルと総利得が負のサブサンプルにグループ分けして検証することが重要であると述べた。表 4-2 記述統計は、全サンプルの平均値を使って分析するよりも、総利得が正のサブサンプルと総利得がゼロか負のサブサンプルにグループ分けして分析することに意義があることを示唆している。総利得の符号が正か正でないかによりそれぞれのグループの利得の状況が大きく異なっているのがわかる。

表 4-3 は、245 件のサンプル全体を、総利得、買手企業、ターゲット企業の利得の符号の組合せ

で分類したものである。なお、利得がゼロのサンプルは（－）符号のグループに含めたので、符号は正と負の 2 種類である。表 4-3 の上段は、符号の組合せにより A から F までのグルーピングを行い、グループごとにサンプル数を集計した。下段は、A から F までのグルーピングごとに 1 取引当たり平均利得金額を記載した。サンプル数の 36% を占める A 列は、シナジー効果が実現している。E 列は、28% で 2 番目に大きいシェアとなるが、総利得が負、買手企業の利得も負、ターゲット企業の利得は正となっておりエージェンシー仮説が当てはまる典型的なパターンである。B 列、C 列、D 列はいずれも買手企業とターゲット企業の利得の符号は異なり複数の要因が絡み合った結果とい

表 4-2 記述統計

サンプル			平均	中央値	最小	最大
総利得が正 (n=135)	両者合算		172	41	1	2,355
	買手企業		119	19	-46	1,335
	ターゲット企業		53	8	-191	1,259
総利得がゼロか負 (n=110)	両者合算		-115	-36	-1,554	0
	買手企業		-108	-36	-1,573	156
	ターゲット企業		-6	3	-1,113	244
全サンプル (n=245)	両者合算		44	2	-1,554	2,355
	買手企業		17	-1	-1,573	1,335
	ターゲット企業		26	6	-1,113	1,259

n：サンプル数 金額は億円単位。

出所：表 4-1 の作成に用いたデータに基づき筆者作成

表 4-3 利得の正負と平均利得金額の関係（2008 年～2015 年平均）

	推定された利得の符号						合計
	A	B	C	D	E	F	
総利得	+	+	+	—	—	—	
買手企業の利得	+	+	—	+	—	—	
ターゲット企業の利得	+	—	+	—	+	—	
サンプル数	89	17	29	8	68	34	245
245件に対する構成比	36%	7%	12%	3%	28%	14%	100%
総利得の符号別サンプル数	135			110			
245件に対する構成比	55%			45%			100%
単位：件数、%							
	1取引当たり平均利得金額						平均
総利得（億円）	240	84	15	-136	-107	-125	44
買手企業の利得（億円）	165	98	-9	27	-126	-105	17
ターゲット企業の利得（億円）	75	-14	24	-163	19	-20	26
総利得が正負の各グループ平均（億円）	172			-115			

出所：表 4-1 の作成に用いたデータに基づき筆者作成

える。全体として見ると、総利得が正のサンプル数は 55% のシェアを占めた。また、総利得金額も、総利得が正のサンプルグループのグループ平均が 172 億円に対し総利得が負のサンプルグループ平均がマイナス 115 億円であった。絶対値を比べると総利得が正のサンプルグループの方が約 1.5 倍大きい。

企業買収が株主価値の最大化を目的に行われるならば、表 4-3 の F 列のように、総利得・買手企業・ターゲット企業の利得が同時に負になることはない。また、表 4-3 のとおり、測定された買手企業の利得の符号がプラスとなった構成比（A 列、B 列、D 列のサンプル数合計 114 件÷全サンプル数 245 件）は約 47% と半分を満たなかった。一方、ターゲット企業は約 76% の利得がプラスであった。株式市場が買手企業の買収決定に対しポジティブに評価するケースは半数にも満たないといえる。ここでは、買手企業の経営陣が買収を実施する際に意思決定や実践で失敗するケースを先行研究の Narayanan and Nanda (2004) を参考に整理した。Narayanan and Nanda (2004) によれば、買手

企業が株主価値の増大に失敗するケースは以下に挙げる 6 つのうちのいずれかが原因となっている可能性がある¹²⁾。

(1) 買収が企業の経営能力に適合しない場合

多くの企業買収は、その経営能力を超えたところまで、対象を追い求めてしまう可能性がある。そのため、本業との関連性の低い事業を対象とするコングロマリット型の買収が市場から否定的に見られる反面、関連性の高い買収に肯定的な反応が示されるとの実証結果が数多く報告されている。ブーズ・アレン・ハミルトンの調査報告によれば、買収の目的として、能力の拡張、新たなビジネス・モデルの開拓、バリュー・チェーンの川上あるいは川下への進出などを掲げた企業で、当初の目標を達成できたのは、既存事業の増強を目的に掲げた企業のおよそ半数にすぎなかったと報告されている¹³⁾。しかしこのことから、多角化が全面的に否定されるわけではない。過度な多角化でなく適度な多角化は企業収

12) Narayanan and Nanda (2004)（米澤康博、山本健記『経営戦略のためのファイナンス入門』）pp.135-138 を参照した。

13) “Merger Integration: Delivering on the Promise,” Booz-Allen Hamilton Report, 2001.

益向上に必要といえる。

(2) 買収による成長の過大評価

経営者の多くは、買収によってもたらされる価値を過大に評価してしまう傾向がある。買収の目的として収益成長率を高めることが多い。しかしながら、収益成長率を著しく向上させることができた企業は、全体の僅かであったという調査報告もある¹⁴⁾。また、多くの企業は、買収すれば市場支配力が強まることによって成長性も高まると期待している可能性がある。しかし、市場シェアの拡大に向けた努力が株主価値向上につながらないという事実を示した実証研究もある¹⁵⁾。

(3) コスト削減効果の過大評価

企業買収の主な目的として、コスト削減がよく挙げられる。しかし、買収を行った企業の40%が、期待したコスト削減効果の達成に失敗したとの報告もある¹⁶⁾。また、不適切なコスト・カットや、過剰なコスト削減を実施して、かえって問題を深刻化させることもある。

(4) 価値創造の困難さとコストの過小評価

売上高を伸ばすことも、コストを低下させることも、計画と効果的な実行を伴うことが必要となる。先ほど引用したブーズ・アレン・ハミルトンの調査によれば、3分の2の企業が、買収が失敗に終わった理由として、その実行面における問題（鍵となる人材を置かなかったこと、コミュニケーションの遅れ、不十分なデュー・デリジェンスなど）に言及している。このことは、価値の源泉が比較的はっきりしている買収案件でさえ、実際に価値を創出することがいかに困難であるかを示している。

(5) 買収後の統合の過小評価

買手企業とターゲット企業の規模が近くなればなるほど、一般的には、買収後の統合の問題がより重要になるといわれている。統合こそ重要なバリュー・ドライバー（統合によってもたらされるシナジー効果やコスト削減効果）となるので、統合の作業は計画段階から開始されていなければならない。

(6) 買収対価の支払過多

企業買収はゼロサム・ゲームではなく、総体的に見れば価値を創造する行動であるが、買手企業はその対価の支払過多に陥り、それが原因で買収発表後に株価下落を招くなど買手企業の株主価値を毀損するケースがある。

以上のいずれかが企業買収の失敗原因となっていると Narayanan and Nanda(2004) は主張している。買収を実行する経営陣の買収目的、買収手法はさまざまであるが、株主価値の向上を目指さない買収案件は結果的に失敗する可能性が高いといえる。

5 買収動機の識別

5-1 買収動機の識別に関する仮説

Berkovitch and Narayanan (1993) は、買収の動機を大きく3つに分類した。すなわち、シナジー (synergy)、エージェンシー (agency)、そして自信過剰 (hubris) である。ターゲット企業の利得とサンプル全体の総利得の間の相関関係、ターゲット企業と買手企業の利得の間の相関関係をそれぞれ観察すれば、買収の3つの動機の違いを示唆する仮説に導くと述べた。相関係数の符号と対応する買収動機の関係は表5-1のようになる¹⁷⁾。

シナジー動機は、ターゲット利得と総利得の間もターゲット利得と買手企業利得の間もいずれも正相関になると仮定する。一方、エージェンシー動機は、ターゲット利得と総利得の間もターゲッ

14) M. M. Bekier, A. G. Bogardus, and T. Oldham, "Why Mergers Fail," *McKinsey Quarterly* (2001) No.4: pp.6-9. このレポートは1995年と1996年に発生した160件以上の買収をサンプルに用い、買収による収益成長の実現の状況を調査している。買収後3年間で同業他社比大幅に成長を加速した買手企業は全体の12%にすぎないと報告している。

15) B. E. Eckbo, "Mergers and the Value of Anti-Trust Deterrence," *Journal of Finance* 47, No. 3 (July 1992): pp.1005-1029.

16) Bekier, Bogardus, and Oldham, 前掲書。

17) Berkovitch and Narayanan (1993) p.352を参照した。

表 5-1 買収動機と利得の相関（総利得を正と負にグループ分けする前）

仮説	相関関係	
	ターゲット利得と総利得	ターゲット利得と買手企業利得
Synergy	正	正
Hubris	ゼロ	負
Agency	負	負

出所：Berkovitch and Narayanan (1993), p.352 TABLE 1 を参考に筆者作成

ト利得と買手企業利得の間もいずれも負相関を仮定する。一つの買収サンプルの中に、3つの動機が同時に存在する可能性はある。シナジーとエージェンシーの動機は、反対の予想を持つから、相関の符号は、両者の影響のうちより強いものを反映するか、または、両者の影響が相殺されるかも知れない。たとえば、ターゲット利得と総利得の間で両者の影響が相殺された場合、間違っ自信過剰仮説に一致すると判断される可能性がある。この問題を避ける一つの方法は、既に述べたように、全サンプルを観測された総利得が正の場合と負の場合にグループ分けすることである。たとえば、エージェンシー動機は、もしそれが存在するならば、正の総利得を持つ買収よりも負の総利得を持つ買収において存在する可能性が強い。正の総利得を持つ買収と負の総利得を持つ買収にグルーピングされると、それぞれのグループ内（＝サブサンプル）で、ターゲット利得と総利得、ターゲット利得と買手企業利得の間の相関が測定される。

既に2節で買収動機ごとにターゲット利得と総利得、ターゲット利得と買手企業利得の予想される相関の符号を述べた。以下では、買収の動機と予想される相関の符号との関連を仮説（H1）から仮説（H5）として整理した。

H1：買収の動機が、主としてシナジーに基づくとき、総利得が正の場合も、また総利得が負の場合も、ともにターゲット利得と総利得は正相関すると予想される。

H2：買収の動機が、主としてエージェンシーに基づくとき、総利得が正の場合も総利得が負の場合も、ともにターゲット利得と総利得は負相関す

ると予想される。

H3：買収の動機は、総利得が正の買収の場合に主にシナジーに従い、総利得が負の場合に主にエージェンシーに従う。従って、ターゲット利得と総利得の相関は、総利得が正の場合には正相関となる。一方、総利得が負の場合には負相関となる。

次に、自信過剰仮説の意義について考察する。自信過剰は、主たる動機がシナジーであってもエージェンシーであっても存在するかも知れない。しかし、主たる動機がシナジーであるのかエージェンシーであるのかによって、ターゲット企業と買手企業間の相関に違った影響を及ぼすと考えられる。自信過剰仮説は、ターゲット企業と買手企業の利得の間に負相関をもたらすため、同様に両者に負相関をもたらすエージェンシーの影響を強め、両者に正相関をもたらすシナジーの影響を少なくするであろう。

従って、サンプルが正と負の総利得を持つ買収に分類された場合、シナジーは正の総利得を持つ買収の主たる動機であり、エージェンシーは負の総利得を持つ買収の主たる動機と仮定すると、自信過剰がないとき、次の仮説が立てられる。

H4：総利得が負のサブサンプルにおいて、ターゲット企業と買手企業の利得は負相関を持つ。

H5：総利得が正のサブサンプルにおいて、ターゲット企業と買手企業の利得は正相関を持つ。

5-2 回帰モデルによる動機の識別

5-2-1 分析モデル

被説明変数をターゲット企業の利得として、モデル A、モデル B の説明変数をそれぞれ総利得、買手企業の利得とする単回帰モデルを仮定する。モデルを最小 2 乗法により推定し、回帰係数の推定値の符号とその統計的有意性を確認する。回帰係数推定値の符号を見れば被説明変数と説明変数の相関関係（共分散）の符号がわかる。続いてサンプル（サブサンプル）グループごとに、前節に示した買収動機の識別に関する仮説を基準に測定結果と動機との整合性を調べ、そして総利得とターゲット企業の利得の正負を基準に分類した各グループの動機を識別する。

利得間の相関を調べるための単回帰モデルを次のように定式化する¹⁸⁾。

モデル A （ターゲット企業の利得）＝ $a + b \times$ （総利得）

モデル B （ターゲット企業の利得）＝ $c + d \times$ （買手企業の利得）

ここで、 a 、 b 、 c 、 d は単回帰モデルの最小 2 乗推定値である。因みに、モデル A を例にとれば、回帰線の切片項は、 $a =$ （ターゲット企業の利得の標本平均） $- b \times$ （総利得の標本平均）、勾配は、 $b =$ （標本共分散） \div （総利得の標本分散）と書ける。モデル A については、総利得の係数推定値 b を見れば、総利得の変化による買手企業とターゲット企業の各株主に対する分配の変化の方向を知ることができる。

5-2-2 総利得の 3 分類による推定結果

5-2-2 節では、サンプル期間が 2008 年～2015 年におけるモデル A、モデル B を、サンプル全体、総利得が正のサブサンプル、総利得がゼロか負のサブサンプルの 3 つに分類してそれぞれ最小 2 乗法により推定した。モデル A の推定結果は表 5-2 に示した。総利得の係数推定値 b を見ると、3 分類のいずれのグループでも統計的に有意な正の値を示した。つまり、すべてのサンプルグループでターゲット企業の利得と総利得の間は正相関とな

表 5-2 モデル A の推定結果

モデル A	サンプル数	a（切片項）	b（総利得）	自由度修正済み決定係数
全サンプル	245	13.68 ** (2.04)	0.29 *** (14.68)	0.47
総利得が正のサブサンプル	135	-9.43 (-1.04)	0.36 *** (15.63)	0.65
総利得がゼロか負のサブサンプル	110	12.6 (1.11)	0.17 *** (3.79)	0.11

（注）括弧内は t 値、***、**、* はそれぞれ 1%、5%、10% 水準で有意であることを示している。

出所：最小 2 乗法により推定し筆者作成

表 5-3 モデル B の推定結果

モデル B	サンプル数	c（切片項）	d（買手企業利得）	自由度修正済み決定係数
全サンプル	245	23.18 *** (2.69)	0.19 *** (5.58)	0.11
総利得が正のサブサンプル	135	13.22 (1.01)	0.33 *** (6.88)	0.26
総利得がゼロか負のサブサンプル	110	-14.58 (-1.22)	-0.08 (-1.56)	0.01

（注）括弧内は t 値、***、**、* はそれぞれ 1%、5%、10% 水準で有意であることを示している。

出所：最小 2 乗法により推定し筆者作成

18) Berkovitch and Narayanan. (1993)、p.355、および、薄井（2001）p.94 を参照した。

る。この結果は、企業買収が仮説（H1）と整合的でシナジー獲得が動機であることを示している。

次に、表5-3は、モデルBの推定結果である。第1に、全サンプルおよび総利得が正のサブサンプルは、買手企業の利得の係数dが有意にプラスである。この結果は、シナジー動機を示唆している。第2に、総利得がゼロか負のサブサンプルは、係数dは-0.08である。これは買収によって買手企業の株主からターゲット企業の株主に富が移転する可能性を示唆している。しかし、t値は-1.56で両側10%の有意水準では統計的に有意でなく、エージェンシー仮説と整合的かどうか明らかでない。

薄井（2001）は、日本企業同士の買収を対象に1989年から1999年のサンプルで資本参加や事業譲渡を含んだデータを用い、本稿と同様な単回帰分析を行った。サンプル分類方法は本稿5-2-2節の3分類と同じである。

薄井（2001）の推定結果は、ここには記載していないが、モデルAの総利得がゼロか負のサブサンプルにおける総利得の係数推定値bにおいて推定結果の違いが比較的良好に現れている。すなわち、本稿では係数bの推定値が統計的に有意なプラスでシナジー動機と整合的である。一方、薄井（2001）では、本稿と異なり、係数bの推定値が統計的に有意でなく総利得はターゲット企業の利得と関連しない。むしろ、総利得は買手企業の利得と関連することが示されている。総利得と買手企業の利得が正相関する結果、総利得がたとえばマイナスと予想される場合も買手企業の経営者は

株主の利得を犠牲にして買収を実施すると考えられる。これはエージェンシー理論が予想する状況に一致する。また薄井（2001）は、Berkovitch and Narayanan（1993）の結果とも整合的である。すなわち、総利得がゼロか負のサブサンプルの場合、薄井（2001）は、エージェンシー理論の想定する状況と整合的であるが、本稿の推定結果は主としてシナジー動機と整合的といえる。ただし、本稿と薄井（2001）の測定結果を比較するとき、分析対象の時期やサンプルが異なる点に注意する必要がある。本稿の分析結果は、薄井（2001）のように資本参加や事業譲渡をサンプルに加えた影響を分析から除いているので一定の限界がありエージェンシー理論との整合性の確認は引き続き今後の課題となる。

なお、シナジー動機と自信過剰仮説が同時に存在する可能性についてふれておく。

ここで、モデルCを追加する。

モデルC（買手企業の利得）= $e + f \times (\text{総利得})$

3-2節で述べたように、買収後の定義式は、

（買手企業の利得の変化額）+（ターゲット企業の利得の変化額）=（総利得の変化額）

と表わせる。また、買収後の定義式は、モデルAとモデルCを代入すると、次式

（ターゲット企業の利得）+（買手企業の利得）=（ $a + e$ ）+（ $b + f$ ）×（総利得）

と同値である。従って、（ $a + e$ ）= 0、すなわち、 $a = -e$ であり、（ $b + f$ ）= 1、すなわち、 $b = 1 - f$ である。

シナジー動機が成立すれば、総利得がゼロのと

表5-4 全サンプルに対する推定結果

《全サンプル》 単回帰モデルA、B、Cの推定結果

モデル	被説明変数 \ 説明変数	切片項	買手企業の利得	総利得	自由度修正済み決定係数
A	ターゲット企業の利得	13.68 **		0.29 ***	0.47
		(2.04)		(14.68)	
B	ターゲット企業の利得	23.18 ***	0.19 ***		0.11
		(2.69)	(5.58)		
C	買手企業の利得	-13.67 **		0.71 ***	0.84
		(-2.04)		(35.70)	

（注）括弧内はt値、***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示している。

出所：最小2乗法により推定し筆者作成

きにターゲット企業の利得はゼロになるはずである。しかし、自信過剰仮説のもとでは、総利得（シナジー）がゼロの場合でも、ターゲット企業の利得はプラスである。定義式によれば、 $a > 0$ の場合、買手企業からターゲット企業に対する支払はターゲット企業と買手企業との間の富の移転($a = -e$)を意味する。

表 5-4 は、全サンプルの場合の回帰モデル A、B、C の推定結果を示した。すべてのモデルは、切片項の推定値が有意である。そして、モデル A は、切片項が正值（13.68）となり、モデル C は、切片項が負値（-13.67）となった。

表 5-4 のモデル A は、総利得の係数が有意な正值（0.29）であるからシナジー動機と整合的である。それはターゲット企業と総利得の間が無相関であると仮定され、さらに、ターゲット企業と買手企業との間の負相関が仮定される自信過剰仮説と整合的でない。従って、自信過剰仮説の存在は認めら

れない。しかし、自信過剰仮説のもとでは、総利得がたとえゼロでも、ターゲット企業の利得金額は正になり、同時に買手企業の利得金額は負になると予想される。表 5-4 で、仮に推定式の総利得をゼロで予測すると、ターゲット企業の株主の利得の予測値はプラスであり、一方、買手企業の株主の利得の予測値はマイナスである。切片項が正值や負値をとる要因は他にもあるため結論は保留されるが、全サンプルを対象に回帰すると、シナジー動機と同時に自信過剰仮説が存在する可能性も単純に否定できない。

次に、4-2 節の表 4-3 と同じ形式のモデル A、およびモデル B の 6 分類の場合の推定結果を示す。

5-2-3 総利得を 6 分類にした結果

表 5-5 は、4-2 節の表 4-3 の形式をもとに作成した。表 5-5 の下部 2 段はモデル A とモデル B のパラメータの最小 2 乗推定値および自由度修正済み

表 5-5 利得の相関と動機との関係

		A		B		C		D		E		F		合計
利得の符号	総利得	+		+		+		-		-		-		
	買手企業	+		+		-		+		-		-		
	ターゲット企業	+		-		+		-		+		-		
	サンプル数	89		17		29		8		68		34		245
	構成比	36%		7%		12%		3%		28%		14%		100%

モデルA		(ターゲット企業の利得) = a + b × (総利得)											
切片項		-17.26		6.17		4.24		-6.09		17.01	***	-11.60	*
		(-1.34)		(0.83)		(1.70)		(-1.27)		(3.63)		(-1.85)	
総利得		0.38	***	-0.24	***	1.30	***	1.16	***	-0.02		0.07	**
		(14.16)		(-5.64)		(13.42)		(81.95)		(-0.84)		(2.67)	
自由度修正済み決定係数		0.69		0.66		0.86		1.00		0.00		0.16	

モデルB		(ターゲット企業の利得) = c + d × (買手企業の利得)											
切片項		11.00		6.31		7.56	*	30.64		14.07	***	-14.87	**
		(0.56)		(1.08)		(1.76)		(0.98)		(3.00)		(-2.30)	
買手企業の利得		0.39	***	-0.21	***	-1.87	***	-7.09	***	-0.04	**	0.05	*
		(6.33)		(-7.63)		(-6.54)		(-12.91)		(-2.08)		(1.70)	
自由度修正済み決定係数		0.31		0.78		0.60		0.96		0.05		0.05	

(注) 括弧内は t 値、***、**、* はそれぞれ 1%、5%、10% 水準で有意であることを示している。

出所：表 4-1 の作成に用いたデータに基づき筆者分析

決定係数の結果である。総利得が正のグループはA、B、Cであり、総利得がゼロか負のグループはD、E、Fである。シナジー獲得を実現した買収はA列であり、エージェンシー問題が発生しているのはE列である。A列は、仮説（H1）に該当しシナジーが動機となる。E列は、仮説（H2）と（H4）と整合的でエージェンシーコストが発生しているといえる。またE列は、自信過剰仮説が共存する可能性がある。しかし、B、C、Dの3列は、サンプルの22%を占めるが、シナジー動機、エージェンシー仮説、そして自信過剰仮説が混在している可能性があり識別するのは簡単でない。特に、D列はサンプル数が少ないので注意を要す。F列は、34件であるが、約60%を占める20件が、ターゲット企業の利得が0からマイナス3億円以内に分布し、20件のうち14件が救済型買収に該当した。推定結果の記載は省略したが、係数推定値b、dはゼロに近く、相関が極めて低くかつ統計的に有意でないため、救済による買収後の経営改善効果を確認できないことを示唆している。なお、救済型買収とは、一定の業績基準のもとで、業績の良好な企業が、業績の不振な企業を買収するケースである。F列34件のうち、ターゲット企業の利得金額がマイナス3億円より小さいサンプルは14件である。このサブサンプルは、救済型買収を3件しか含まず、有意性に劣るがA列と同様、ターゲット企業と総利得、ターゲット企業と買手企業の利得の間にいずれも正相関を示した。14件はサンプル数が少なく統計的に有意でないが仮説（H1）のシナジー動機と整合的であると想定される。

6 おわりに

本稿は、2008年から2015年までの日本の上場企業間の買収動機の識別を試みた。先行研究に従い、株主価値の創出を目的にシナジー効果を追求する動機、エージェンシー理論が妥当する動機そして経営者の自信過剰が原因となる買収動機があるとしたうえで、シナジー利得を測定・分類・集計することによって近年の国内企業の買収がどのような動機に分類されるのかを明らかにした。

測定結果によれば、平均してプラスのシナジー

効果が確認された。これは、多くの先行研究の実証分析と一致する。買手企業とターゲット企業を加重平均した総利得が正であったサンプルの割合は55%を占めた。1件当たり平均利得金額は44億円であるが、総利得が正のグループの平均はプラス172億円であり、総利得が負のグループの平均はマイナス115億円であった。長期的な観察によれば、買収によるシナジー獲得額はエージェンシーコストを上回っていることを示唆している。しかし、買手企業とターゲット企業の間でのシナジー利得の分配は期間を通じて安定的ではなかった。また、利得の集計内容を吟味すれば、買手企業、ターゲット企業の利得、総利得がすべてプラスとなった割合は36%にすぎず、一方で、総利得、買手企業の株主の利得がマイナスとなり、エージェンシー問題の発生が認められる割合が28%を占めた。すべての株主の利得がマイナスである割合は14%あった。このすべての利得がマイナスのグループは、一つは救済型買収を多く含んだグループと、もう一つは、シナジー動機と同様に各利得間に正相関を認めるグループに再分類できた。残りの22%のグループは特定の動機によって説明が困難であった。企業買収の主たる動機はシナジー効果と平均的に考えられているが、本稿は、イベント・スタディをもとに株式市場の評価から買収の動機仮説を検証した点で意義がある。1節の図1-1に示したように、買収の動機、取引形態、取引の目的、取引条件など多くの要因が企業買収に伴う株価に影響していると考えられる。本稿は、買収の3大動機と株主の利益に与えた影響との関連を明らかにすることに集中した。図1-1に示したように、買収行動の背景にある多くの要因がどのように株主価値の増大効果をもたらしているのか、包括的な分析は今後の研究課題である。

参考文献

- Amihud, Y., and B. Lev., (1981). "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers". *Bell Journal of Economics* 12, pp.605-617.
- Berkovitch, E. and M.P.Narayanan. (1993). "Motives for takeovers: An empirical investigation". *Journal of financial and quantitative analysis* Vol.28, No.3, pp.347-

362.

- Bradley, M., A. Desai, and E.H. Kim. (1988). "Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms". *Journal of Financial Economics* 21, pp.3-40.
- Jensen M.C., and R.S. Ruback. (1983). "The market for corporate control: The scientific evidence". *Journal of Financial Economics* 11, pp.5-50.
- Jensen, M.C. (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers". *American Economic Review* 76(2), pp.323-329.
- Narayanan, M.P. and Vikram K. Nanda (2004), *Finance for Strategic Decision-Making: What Non-Financial Managers Need to Know*, John Wiley & Sons, Inc. (米澤康博、山本健訳『経営戦略のためのファイナンス入門』、東洋経済新報社、2008 年)
- Roll, R., (1986). "The hubris hypothesis of corporate takeovers". *Journal of Business* Vol.59, No.2, pp.197-216.
- Shleifer, A., and R.W. Vishny. (1989). "Management entrenchment: The case of manager-specific investments". *Journal of Financial Economics* 25, pp.123-139.
- 浅田克己. (2017). 「M & A の株主価値向上効果推定に関する研究」『関西学院商学研究』、第 73 号。
関西学院大学大学院商学研究科研究会. pp.1-28.
- 井上光太郎、加藤英明. (2006). 『M&A と株価』。東洋経済新報社.
- 薄井彰編著. (2001). 『M&A 21 世紀 II バリュエー経営の M&A 投資』。中央経済社。
薄井彰 第 3 章 「株主価値と M&A」
- 榊原茂樹、砂川伸幸編著. (2009). 『価値向上のための投資意思決定』。中央経済社。
榊原茂樹 第 1 章 「投資決定と株主価値創造」
内田交謹 第 6 章 「投資決定としての M&A」
- 宮島英昭編著. (2007) 『日本の M&A』。東洋経済新報社。
宮島英昭 序章 「増加する M&A をいかに読み解くか」
- レコフ M&A 専門誌. (2009-2016 年各 2 月号). 『MARR』。
レコフデータ.